



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2008/16

Enero 2008

**LA PROPUESTA DE DIRECTIVA
DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO
(PRESENTADA POR LA COMISIÓN EL 5 DE ENERO DE 2006)**

**SOBRE EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE VOTO POR PARTE DE LOS ACCIONISTAS
DE SOCIEDADES QUE TENGAN SU SEDE SOCIAL EN UN ESTADO MIEMBRO Y CUYAS
ACCIONES ESTÉN ADMITIDAS A NEGOCIACIÓN EN UN MERCADO REGULADO, POR LA
QUE SE MODIFICA LA DIRECTIVA 2004/109/CE.**

Javier Martínez Rosado

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
javiermrosado@ccee.ucm.es
<http://www.ucm.es/info/mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional *EPrints Complutense*
<http://www.ucm.es/eprints>
www.ucm.es/BUCM/der/10437.php

Copyright © 2008 por el autor

LA PROPUESTA DE DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO (PRESENTADA POR LA COMISIÓN EL 5 DE ENERO DE 2006)

SOBRE EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE VOTO POR PARTE DE LOS ACCIONISTAS DE SOCIEDADES QUE TENGAN SU SEDE SOCIAL EN UN ESTADO MIEMBRO Y CUYAS ACCIONES ESTÉN ADMITIDAS A NEGOCIACIÓN EN UN MERCADO REGULADO, POR LA QUE SE MODIFICA LA DIRECTIVA 2004/109/CE.

**JAVIER MARTÍNEZ ROSADO
DOCTOR EN DERECHO
PROFESOR DE DERECHO MERCANTIL UCM**

Resumen: Se analizan los problemas que presenta el voto transfronterizo en las sociedades cotizadas, esto es, el voto por aquellos accionistas residentes en un Estado miembro distinto de aquél en el que la sociedad tiene su sede social, que han propiciado el que la UE haya decidido abordar el problema desde el punto de vista normativo. Se destaca la dificultad de la materia –que se manifiesta sin duda en el hecho de que la propuesta de Directiva haya tardado en cristalizar-, y los puntos esenciales de la misma, que pueden sintetizarse en dos grupos. El primero se refiere a aspectos de carácter general (así, el hecho de que la tenencia de las acciones, cuando se trata de inversores extranjeros, suele recaer en intermediarios, lo que dificulta que la sociedad pueda tener acceso “directo” con el verdadero titular de las mismas). El segundo, a problemas concretos (v. gr., el principio de igualdad de trato para todos los accionistas que se encuentren en la misma posición, al que se refiere el art. 4 de la Propuesta de Directiva, la problemática que presenta el ejercicio de los derechos de representación, de información, la posibilidad de emitir instrucciones, etc.).

Palabras clave: Sociedades cotizadas, Junta General, derecho de voto, voto transfronterizo, accionista (definición), principio de igualdad de trato, bloqueo de los valores, convocatoria de la Junta, derecho a incluir puntos en el orden del día, derecho de información, instrucciones, representación, voto a distancia.

Abstract: It is analysed the problems of cross-border voting in listed companies, that is, the exercise of the votings' right by shareholders who live in a different Estate from the headquarter's country. That is the reason by which the EU has decided to state the subject since a law point of view. It is outlined the difficulty of this subject, and its essential points, which can be summarised in two groups. The first relates to general matters (the fact that the shares' tendency, when related to foreign investors, usually fallen in bookers intermediaries, which make difficult that the company can access directly to the true client). The second, to concrete problems (e.g. the principle of the equal treat for all shareholder's at the same position, that is refered in article 4, the problematic of the representation's rights' use, of information, the possibility of giving instructions, etc.).

Key words: listed companies, general meeting, right of vote, cross-border voting, shareholder (definition), principle of equal treatment, stop market shares, the notice of the general meeting, the right to include subject, information's right, instructions, representation, distance vote.

LA PROPUESTA DE DIRECTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO^{*}
(PRESENTADA POR LA COMISIÓN EL 5 DE ENERO DE 2006)

**SOBRE EL EJERCICIO DE LOS DERECHOS DE VOTO POR PARTE DE LOS ACCIONISTAS DE
SOCIEDADES QUE TENGAN SU SEDE SOCIAL EN UN ESTADO MIEMBRO Y CUYAS ACCIONES ESTÉN
ADMITIDAS A NEGOCIACIÓN EN UN MERCADO REGULADO, POR LA QUE SE MODIFICA LA DIRECTIVA
2004/109/CE.**

**JAVIER MARTÍNEZ ROSADO
DOCTOR EN DERECHO
PROFESOR DE DERECHO MERCANTIL UCM**

SUMARIO:

1. INTRODUCCIÓN.....	4
2. PRINCIPALES PROBLEMAS QUE PLANTEA EL VOTO TRANSFRONTERIZO...	6
3. LA REGULACIÓN DE LA PROPUESTA DE DIRECTIVA.	7
3.1. La condición de accionista.	7
3.2. El principio de igualdad de trato.	9
3.3. El bloqueo de los valores.	11
3.4. Otras medidas.	12
4. CONCLUSIONES.....	17

^{*} El presente trabajo recoge, en esencia, la comunicación presentada en el IV Seminar Harvard-Complutense on Commercial Law, celebrado los días 30 y 31 de octubre de 2006 en la Law School de la Universidad de Harvard. Su extensión es acorde, por tanto, al tiempo que la organización otorgó a cada comunicante para su exposición, si bien se han completado algunas citas.

Por otra parte, unos días antes de remitir el texto a la editorial para su publicación la Propuesta ha visto la luz como Directiva (1 de junio de 2007), aunque aún no se ha publicado en el DOUE. Por este motivo, se han añadido unas notas a pie con el fin de reflejar las novedades que presenta esta última respecto a la Propuesta, sin alterar así el contenido de la comunicación.

1. INTRODUCCIÓN.

Desde hace unos años asistimos a varios intentos de revitalizar el papel de las Juntas generales de las sociedades, especialmente en las de mayor dimensión, pues es en éstas donde el accionista –el inversor- adopta una posición más pasiva y donde otros se benefician en mayor medida de dicha pasividad¹. Dichos intentos de revitalización, que hasta la fecha bien puede decirse que han sido más doctrinales que reales, y que incluso en ocasiones han venido acompañados de sugerencias acerca del replanteamiento del papel de la Junta en la organización de la sociedad², tienen como presupuesto que los accionistas puedan ejercitar sus derechos sin traba alguna, especialmente los de información y de voto.

La presente comunicación pretende llevar a cabo una primera aproximación a uno de los aspectos relativos al derecho de voto, en concreto, al voto transfronterizo en las sociedades cotizadas, entendiendo por tal el ejercicio del derecho de voto por aquellos accionistas residentes en un Estado miembro distinto de aquél en el que la sociedad tiene su sede social. No nos referimos al voto del inversor extranjero que podríamos denominar «institucional», sino al del pequeño inversor no residente en el país en el que la sociedad tiene sus acciones admitidas a cotización en un mercado secundario oficial. A aquél (al inversor «institucional») no le resulta particularmente complejo el acudir a la Junta general y ejercitar su derecho de voto, pues normalmente se tratará de una multinacional con sede en varios países y ejercerá dichos derechos a través de alguno de los consejeros o de apoderado (de ahí que ni siquiera quepa hablar de inversor extranjero en sentido estricto). En cambio, no ocurre lo mismo con el pequeño inversor, inversor que, por sí mismo, o junto con otros inversores, pueden llegar a ostentar la titularidad de un porcentaje importante de acciones³.

¹ Vid., por todos, SÁNCHEZ CALERO, F., «El declinar de la Junta y el buen gobierno corporativo», *RDBB*, núm. 104 (oct.-dic. 2006), págs. 11 a 22.

² Particularmente elocuente resulta la síntesis de RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Representación de los accionistas como instrumento de poder corporativo», *RDBB*, núm. 104 (oct.-dic. 2006), pág. 80, que por su interés reproduzco: «¿Será suficiente con eso? Yo lo dudo y por eso creo que debemos seguir trabajando en la idea de que la sociedad cotizada se ha convertido, como dice mi llorado amigo Aníbal Sánchez Andrés, en un Fondo de Inversión “monovarietal” y empezar a pensar en las medidas necesarias para proteger al inversionista, al tiempo que se aborda con seriedad y en el marco de una reforma general del Derecho de sociedades y, en particular, del régimen de las sociedades cotizadas, el problema de definir con claridad cuál debe ser la función que realmente ha de cumplir la Junta general, si es que ha de cumplir alguna, en la organización de la sociedad, de manera que deje de ser un simple acto “social” y, en muchos casos, una coartada para el grupo de gestión».

³ En general, aunque la doctrina suele reconocer la importancia del porcentaje de capital que obra en poder de los accionistas no residentes, resulta muy difícil ofrecer datos exactos sobre la cuantía del mismo. VEGA COPO, A. B., «El ejercicio de los derechos de los accionistas a la luz de la Propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006. El accionista extranjero», *RDM*, núm. 261 (2006), pág. 1060, señala que cerca de ocho millones de españoles tienen, de un modo u otro, sus ahorros invertidos en Bolsa, que alrededor de una quinta parte del capital social de las sociedades se concentra en manos de accionistas minoritarios en nuestro país, y que –en lo que ahora interesa- «un porcentaje nada desdeñable» de acciones obran en poder de accionistas que residen en otro Estado miembro. Esto mismo es lo que señala la Propuesta de Directiva a que en seguida se hará referencia y la propia Directiva (Considerando 5 de una y otra): «un porcentaje importante de las acciones» de las sociedades cotizadas obra en poder de accionistas que no residen en el Estado miembro en que dichas sociedades tienen su sede social.

En este sentido, las sociedades que forman parte del IBEX 35 no ofrecen por lo general información sobre este punto (cfr., por ejemplo, las siguientes páginas web –visualizadas el 27 de diciembre de 2006-: www.grupo.iberia.es/portal/site/grupoiberia, www.prisa.es/accionistas/capital.html, www.inditex.com/es/accionistas_e_inversores/relacion_con_inversores/la_accion), salvo alguna excepción. En concreto, el Banco Popular señala en su página web (vid. www.bancopopular.es/corporativo/OficinaAccionista.asp), que los inversores individuales extranjeros representaban en 2004 un 0,52 % del capital social, mientras que en 2005 dicho porcentaje se redujo hasta quedarse en un 0,35 %. Por el contrario, los inversores institucionales extranjeros sumaban un 32,61 % del capital en 2004 y un 30,88 % en 2005.

No resulta difícil comprobar, en efecto, que el ejercicio del derecho de voto por el accionista no residente se encuentra notablemente dificultado por los motivos que en seguida se detallarán, lo que justifica que en la actualidad exista una Propuesta de Directiva sobre este tema cuyo objetivo es precisamente tratar de minimizar dichas dificultades⁴ y que recientemente haya sido «transformada» en Directiva. Es más, unos años antes de que se sacara a la luz la Propuesta de Directiva se constituyó un Grupo de Expertos sobre «Cross-border voting»⁵, que hizo público un *Informe* en 2002 en el que ya se puso de manifiesto que resultaba necesaria una regulación sobre este tema, al llegar a la conclusión de que el mercado era incapaz de solventar el problema⁶.

La presente comunicación tiene por objeto examinar los principales aspectos que, en aras a la solución del problema mencionado, introduce la Propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo (presentada por la Comisión el 5 de enero de 2006) sobre el ejercicio de los derechos de voto por parte de los accionistas de sociedades que tengan su sede social en un Estado miembro y cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado, por la que se modifica la directiva 2004/109/CE (en adelante, la Propuesta de Directiva ó, simplemente, la Propuesta)⁷. Antes de adentrarnos en su estudio, deben hacerse dos precisiones. Primero, y en la línea de lo que se ha señalado al comienzo, que la razón de ser de la Propuesta de Directiva reside en la creencia de que la Junta general y, por consiguiente, el derecho de voto, constituye una herramienta fundamental para la efectiva gobernanza de la sociedad⁸. Segundo, que la Propuesta de Directiva, un año y medio después de que saliera a la luz, ha dejado de ser una simple Propuesta para convertirse en la Directiva 2007/.../CE del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas (en adelante, la Directiva)⁹, si bien al tiempo de redactarse estas líneas aún no ha sido publicada en el DOUE. El hecho de que la Propuesta haya tardado tanto tiempo en convertirse en Directiva se ha debido a los numerosos conflictos de intereses existentes y a la difícil armonización de esta materia, lo que –como se verá– se ha plasmado en el texto final.

2. PRINCIPALES PROBLEMAS QUE PLANTEA EL VOTO TRANSFRONTERIZO.

⁴ Exposición de Motivos, epígrafe 1.1, primer párrafo.

⁵ Llama la atención que, entre los miembros de dicho Comité, no figurara ningún español. Componían el mismo WINTER, J. (Presidente, Holanda), NOACK, U. (Alemania), BISSARA, P. (Francia), TREVISAN, D. (Italia), BATES, J. (Reino Unido) y CHRISTENSEN, J. S. (Dinamarca). Actuó como Secretario VAN GINNEKEN (Holanda). El hecho de que tanto el Presidente como el Secretario fueran holandeses tenía su razón de ser en que dicho grupo fue creado por el ministro holandés de Justicia en enero de 2002.

⁶ AA.VV. (GRUPO DE EXPERTOS EN CROSS-BORDER VOTING EN EUROPA), *Cross-Border Voting in Europe (Final report)*, 2002, Anexo III, Respuesta a la Pregunta 1. Se añade que dicha opinión de que el mercado no basta por sí solo para solventar los problemas del voto transfronterizo, aunque mayoritaria, no es unánime, pues no faltó quien opinaba que los propios inversores que son informados de manera inidónea para el ejercicio del voto pueden presionar a los intermediarios de manera que éstos obtengan la información necesaria y con la antelación suficiente para la próxima ocasión.

Como complemento a la pregunta anterior, se añade (Question 2) que resulta necesaria tanto una legislación comunitaria de armonización como una legislación estatal.

Con anterioridad al llamado Grupo de Expertos existieron otros Comités, como el Grupo Giovannini, que publicó en noviembre de 2001 sus conclusiones en otro documento: *Cross-Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union*.

⁷ Lo primero que salta a la vista es que el título que se le ha dado a la Propuesta no refleja, por tanto, su verdadero objeto, pues de su tenor literal no se deduce que los accionistas tengan su sede en un Estado miembro distinto del de la sociedad en cuestión. El título de la Directiva, en cambio, sí es más acertado: «Directiva [...] sobre el ejercicio de determinados derechos de los accionistas de sociedades cotizadas».

⁸ Exposición de Motivos de la Propuesta de Directiva (1.1, primer párrafo).

⁹ La idea expresada en la nota 8 se encuentra también recogida en el Considerando 3 de la Directiva.

Con el fin de situar el tema, y siguiendo a autorizada doctrina¹⁰, cabe señalar que los mayores problemas que plantea el ejercicio efectivo del derecho de voto, por orden de importancia, son los siguientes (como posteriormente se verá, la Propuesta de Directiva se refiere a todos ellos).

En primer lugar, lo que podríamos denominar “el problema de los problemas”, ya que de él se derivan muchos otros, se refiere a la problemática que genera el sistema de tenencia de acciones cuando el accionista (el inversor) reside en un Estado miembro distinto del de la sociedad emisora. En este caso, la sociedad emisora no tiene relación directa con el accionista final, pues las acciones son registradas por varios (no uno, sino varios) intermediarios, que llegan a constituir, según los casos, hasta cinco o seis eslabones. De ahí que si los eslabones de una misma cadena se sitúan en países diferentes, y si la ley que debe aplicarse a cada relación es la ley del país del intermediario, el número de sistemas legales aplicables coincidirá con el de posibles eslabones, siéndole prácticamente imposible a la sociedad emisora indagar en qué eslabón se sitúa el accionista legal. No en vano, el Informe del Grupo de Expertos¹¹ señala que para garantizar que el voto de los accionistas residentes en un Estado miembro distinto de aquél del emisor sea eficiente es necesario solucionar tres cuestiones fundamentales. En primer lugar, determinar a quién corresponde el derecho de voto o quién debería tener el derecho a determinar cómo será ejercido el derecho de voto; en segundo lugar, solucionar los problemas que lleva consigo el ejercicio del voto; y por último, garantizar que quien tiene derecho a ejercitar el derecho de voto recibe la información relevante necesaria.

En segundo lugar, los que se han denominado problemas de oportunidad (*timing, deadlines*), que se derivan de los estrechos márgenes temporales de la convocatoria de la Junta y de los límites a la maniobrabilidad de los accionistas (así, la antelación con la que el accionista debe requerir información puntual a los administradores).

En tercer lugar, problemas de obstrucción: exigencia del depósito o del registro previo de los valores para anticipar la legitimación, inmovilización de los valores desde su depósito hasta la celebración de la Junta, etc.

En cuarto lugar, problemas de información: insuficiencia de los materiales suministrados o puestos a disposición de los accionistas, etc.

Y por último, problemas de ejecución relacionados con los requerimientos de quórum, sistemas de votación presencial (a mano alzada), dificultad de que el tenedor último reciba confirmación de que el voto se ha ejercitado según las instrucciones que se le han impartido, etc.

3. LA REGULACIÓN DE LA PROPUESTA DE DIRECTIVA.

Para mitigar, en la medida de lo posible, los problemas que suscita la tenencia de acciones por inversores extranjeros, la Propuesta de Directiva contiene una serie de medidas que precisamente por ello debe entenderse que, en cuanto la Directiva se publique en el DOUE y transcurra el período de adaptación tendrán carácter imperativo¹². A ellas se hace referencia en los epígrafes siguientes, si bien conviene comenzar por dos aspectos de carácter general que también se contienen en la misma, puesto que van a

¹⁰ YANES YANES, P., «El voto transfronterizo. Problemas y orientaciones político-legislativas», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, t. I, Madrid, 2005, págs. 475 a 477.

¹¹ Epígrafe 3, págs. 22 y 23.

¹² El art. 15 de la Directiva prevé en su párrafo primero un período de transposición de dos años desde su entrada en vigor, que conforme al art. 16 será de veinte días desde la publicación en el DOUE.

incidir en el resto de su articulado: la condición de accionista y el principio de igualdad de trato. En todo caso, debe tenerse en cuenta que la Propuesta de Directiva resulta aplicable únicamente a las sociedades cotizadas que tengan su sede social en un Estado miembro (art. 1)¹³, si bien los Estados miembros pueden excluir del ámbito de aplicación de la Directiva a los organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (art. 2), ya que están sujetos a requisitos específicos¹⁴.

3.1. LA CONDICIÓN DE ACCIONISTA.

Los redactores de la Propuesta de Directiva han sido conscientes de que en Europa existen varios sistemas de tenencia de acciones y de su articulación cuando el titular último de las mismas es un inversor extranjero¹⁵, si bien ambos sistemas «operan de manera similar en la práctica»¹⁶. Como ya se ha señalado, el dato decisivo ó, si se prefiere, la raíz del problema, reside en que, tratándose de inversores extranjeros, dicha tenencia de las acciones se realiza a través no ya de uno, sino de varios intermediarios, lo que dificulta enormemente la relación entre el emisor y el inversor o accionista final. El hecho de que el inversor final no tenga una relación directa con el emisor, sino con el intermediario en cuestión, implica que la sociedad reputará accionista a quien figure registrado como tal, esto es, al intermediario¹⁷. De ahí que la Propuesta contenga dos preceptos relacionados con este tema que conviene traer a colación.

¹³ Lo mismo prevé el art. 1.1 de la Directiva.

Por sede social debe entenderse, como señala GARCIMARTÍN ALFERÉZ, F. J., «La Propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto», *RdS*, núm. 26 (2006), pág. 211, la sede estatutaria. En cuanto al mercado regulado, el art. 2.b) de la Propuesta de Directiva y el art. 2.a) de la Directiva señalan que debe entenderse por tal el definido en el art. 4.1, punto 14, de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros.

¹⁴ *Vid.* la Directiva 85/611/CEE.

La Directiva añade (art. 1.3) que los Estados miembros también pueden eximir de la misma a las sociedades cooperativas (apartado c).

¹⁵ *Vid.* una exposición detallada de los mismos en YANES YANES, P., «El voto transfronterizo...» *cit.*, y GARCIMARTÍN ALFERÉZ, F. J., «La propuesta de Directiva...» *cit.*, págs. 203 a 217. Se refiere también a ellos el Informe del Grupo de Expertos (epígrafes 2.1 a 2.3, págs. 14 a 17), que expone los dos grandes sistemas: el *bearer share system* y el *registered share system*—al que se adscribe nuestro derecho—.

¹⁶ AA.VV. (GRUPO DE EXPERTOS EN CROSS-BORDER VOTING EN EUROPA), *Cross-Border Voting... cit.*, pág. 25.

¹⁷ El sistema español, por lo que se refiere a las sociedades cotizadas, ha sido calificado de «Registro Único con doble escalón» (Iberclear-entidades adheridas; *vid.* GARCIMARTÍN ALFERÉZ, F. J., «La propuesta de Directiva...» *cit.*, pág. 205, a quien sigo a continuación). Como señala este autor, teóricamente el inversor no debería tener dificultades para legitimarse como titular, pues los titulares de las acciones aparecerán bien en el Registro Central de la Sociedad de Sistemas (Iberclear), cuando los valores pertenezcan a las entidades participantes, o bien en los Registros de detalle de las entidades participantes, cuando los valores pertenezcan a sus clientes. A diferencia de lo que ocurre en los ordenamientos norteamericano o canadiense, en los que el inversor no es propietario de los valores originales, sino de una suerte de derecho de co-propiedad por cuotas sobre el *pool* de valores de que disponga el intermediario, y frente a éste, no frente al emisor, en nuestro Derecho «el inversor es propietario directo, frente al emisor y frente a todos, del valor original representado mediante la anotación contable» (pág. 206).

Pues bien, poniendo en relación estas consideraciones con lo dispuesto en el art. 104 LSA, cabe afirmar que están legitimados para el ejercicio de los derechos políticos los titulares inscritos en el Registro correspondiente al menos cinco días antes de la celebración de la Junta general, si bien el ejercicio de dicho derecho requiere la comunicación de los datos a la entidad emisora, lo que se encuentra previsto en el art. 22 RD 116/1992.

Aun a costa de reiterar la misma idea, el problema se plantea porque los mercados internacionales se han articulado a través de sistemas de tenencia indirecta a través de intermediarios financieros: «el inversor extranjero normalmente no tiene su titularidad inscrita en el registro de las entidades adheridas a Iberclear, sino en una entidad de su propio país, la cual tiene, a su vez, cuentas de valores en un custodio internacional y así sucesivamente hasta llegar a aquel registro. Hay una escisión entre la *titularidad*

De un lado, en tanto la sociedad emisora no puede andar investigando quién tiene la condición de accionista realmente, sino que deberá reputar como tal a quien figure inscrito en el Registro correspondiente, esto es, al primero de los intermediarios, considera como accionista tanto al inversor final o último como al intermediario que posea acciones por cuenta ajena. En concreto, el apartado c) del art. 2 dispone que «accionista» es «cualquier persona física o jurídica que se rija por el Derecho público o privado que mantenga: i) acciones del emisor en su propio nombre y por cuenta propia; ii) acciones del emisor en su propio nombre, pero por cuenta de otra persona física o jurídica», normativizando así lo que en la práctica viene siendo lo más frecuente. Obsérvese, por tanto, que la Propuesta de Directiva parte de la constatación de que la sociedad emisora deberá reputar accionista a quien aparezca formalmente investido con tal carácter por hallarse inscrito en el Registro correspondiente (quien posea acciones en nombre propio pero por cuenta ajena)¹⁸. No obstante, la Propuesta no deja de lado al accionista final. Como en seguida se verá, hace todo lo posible por regular de una manera eficiente tanto el ejercicio del derecho de información como el de voto¹⁹.

De otro, el art. 13.3, a tenor del cual las personas físicas o jurídicas que mantengan valores en el curso de una actividad empresarial por cuenta de otra persona física o jurídica (ya sea en cuentas individuales, ya en cuentas combinadas) podrán emitir votos vinculados a las acciones que mantengan por cuenta de esa otra persona(s), «a condición de que hayan recibido instrucciones para hacerlo así de otra persona o entidad» (el precepto añade que la persona o entidad «tenedora» de los valores deberá guardar un registro de las instrucciones durante un período mínimo de un año). Con otras palabras, la Propuesta de Directiva obliga al intermediario a acatar las instrucciones que el accionista le confiera en orden al ejercicio del derecho de voto. Adviértase que de lo dispuesto en el art. 13.3 se deriva que las entidades intermediarias deberán seguir las instrucciones de los accionistas finales, lo que puede implicar que, en aquellos casos que hayan recibido votos divergentes, tengan también que manifestarlo en la votación²⁰.

3.2. EL PRINCIPIO DE IGUALDAD DE TRATO.

El art. 4 de la Propuesta de Directiva establece el llamado principio de no discriminación. Dispone, en efecto, que «el emisor garantizará la igualdad de trato para todos los accionistas que estén en la misma posición por lo que se refiere a la participación y la votación en sus Juntas Generales»²¹, y en estas notas provisionales conviene señalar que, a pesar del tenor literal del precepto, no queda claro cuál es su verdadero alcance. ¿Qué hay que entender por «accionistas que estén en la misma posición»?

formal, que corresponderá al custodio extranjero cuyo nombre aparezca en el registro original, y la *titularidad real* o el accionista económico (también llamado último accionista)» (pág. 207).

¹⁸ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., «La propuesta de Directiva...» *cit.*, pág. 212, señala en este sentido que la (Propuesta de) Directiva utiliza el concepto de accionista en sentido legal o formal, no económico, *i.e.*, de titular aparente y no de titular real. Añade que «esto significa que el *intermediario* es formalmente el accionista», lo que implica que es el legitimado para ejercitar los derechos societarios, sin perjuicio de que actúe en beneficio de otros.

¹⁹ Por su parte, el texto final de la Directiva (art. 2 b) ha remitido el concepto de accionista al que corresponda según la legislación que resulte de aplicación al señalar que por tal deberá entenderse «la persona física o jurídica que la legislación aplicable reconozca como tal».

²⁰ El art. 13.3 de la Directiva también prevé la posibilidad de impartir instrucciones: «Cuando la legislación aplicable imponga requisitos formales en cuanto a la autorización de un accionista en el sentido del apartado 1 para ejercer el derecho de voto, o en cuanto a las instrucciones de voto, dichos requisitos formales no excederán de lo necesario para la identificación del cliente, o para poder verificar el contenido de las instrucciones de voto, respectivamente, y resultarán proporcionados para alcanzar dichos objetivos».

²¹ El art. 4 de la Directiva se refiere también a este principio en los mismos términos.

En cuanto al término «accionista», parece que habrá que entender por tal el definido en el art. 2, esto es, quien figura como tal en el registro, aunque en realidad sea un intermediario que actúa por cuenta ajena²². Esto tiene gran importancia en el sentido de que puede que el accionista final no pueda invocar dicho principio, sino que solamente pueda hacerlo la entidad correspondiente en la que aquél tenga registradas sus acciones.

Más problemática resulta la expresión «en la misma posición». Teniendo en cuenta la finalidad de la Propuesta de Directiva, el término «posición» parece que puede referirse a aquellas circunstancias que afecten a los «accionistas» y que incidan de manera efectiva en el ejercicio del derecho de voto; así, por tratarse de accionistas minoritarios, o por tratarse de accionistas residentes en un Estado miembro distinto de aquél en el que la sociedad tiene su sede, etc. De esta manera, tiene sentido que si, por ejemplo, la sociedad arbitra los medios necesarios para que los accionistas extranjeros puedan ejercitar el voto por correo, lo tenga que hacer respecto a todos ellos, sin discriminaciones en cuanto al país de procedencia del voto.

En el Comentario al articulado de la Propuesta de Directiva que figura al comienzo de la misma se lee que «este artículo [el 4] recoge el principio general que figura en el artículo 17, apartado 1 de la Directiva sobre la transparencia y lo aplica a los derechos de los accionistas que figuran en esta propuesta de Directiva», y efectivamente, el art. 17.1 de la Directiva 2004/108/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE²³, recoge el mencionado principio de igualdad de trato, solo que con una pequeña diferencia: en lugar de referirse a los accionistas que se encuentren en la misma posición, se refiere a los que se encuentren «en condiciones idénticas»²⁴. Hasta aquí, por tanto, no hay grandes diferencias respecto a lo que se ha señalado en el párrafo anterior²⁵.

La interpretación que se acaba de realizar acerca de qué debe entenderse por accionistas que se encuentren «en la misma posición» ó, si se prefiere, «en condiciones idénticas», viene corroborada por los Considerandos 22 y 25 de la citada Directiva 2004/108/CE. El primero señala de manera genérica que el principio de igualdad de trato afecta a los accionistas que se encuentren en la misma posición, sin prejuzgar el problema de cuántos derechos de voto pueden atribuirse a una acción particular; pero el segundo, que es el más importante a estos efectos, da a entender que, efectivamente, accionistas

²² GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., «La propuesta de Directiva...» *cit.*, pág. 212.

²³ DOUE 31.12.2004, L 390/38.

²⁴ Art. 17.1: «El emisor de las acciones admitidas a negociación en un mercado regulado garantizará el mismo trato a todos los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas».

²⁵ En nuestro derecho positivo puede pensarse que existen algunas manifestaciones del principio de igualdad de trato. Así, la nueva redacción del art. 60.1 LMV dada por el art. 8 de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio de 1988, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, dispone que la oferta pública de adquisición deberá dirigirse «a todos los titulares» de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición. Y en este mismo sentido, el párrafo segundo del art. 1.7 del RD 1197/1991, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (no derogado expresamente por la Ley 6/2007 sino en aquello que sea incompatible con la misma, aunque muy previsiblemente será derogado por el RD de desarrollo de ésta) dispone que la oferta podrá o no dirigirse a los titulares de «warrants» o de otros valores o instrumentos que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, «pero si se dirigiera a ellos, la oferta pública de adquisición deberá obligatoriamente dirigirse a todas aquellas personas que ostenten la titularidad de los «warrants», valores o instrumentos en cuestión». De la misma manera, no falta en la doctrina quien invoca el principio de igualdad de trato al comentar el régimen de OPAS de nuestro país (así, GUERRA MARTÍN, G., voz «OPA», en *Diccionario de Derecho de Sociedades*, dir. ALONSO LEDESMA, C., Madrid, 2006, pág. 839, quien señala que el oferente, respetando el principio de igualdad de trato de los accionistas, podrá ofrecer dinero, valores cotizados o que vayan a ser emitidos por la sociedad oferente, o ambas cosas a la vez).

que se encuentran en la misma posición o en condiciones idénticas son aquellos residentes en Estados miembros diferentes de aquél en el que la sociedad tiene su sede social²⁶. Ahora bien, lo que se acaba de señalar no implica que se acaben aquí los problemas, pues, p. ej., ¿implica lo anterior que si es factible otorgar el derecho de representación o el de voto por medios telemáticos en relación con los accionistas de un determinado Estado miembro, tenga que garantizarse esto mismo en relación con los demás, so pena –de no lograrse este objetivo– de no reconocerlos ni a unos ni a otros? Como se puede apreciar, el principio de igualdad de trato, aun siendo intachable en su formulación, puede llegar a suponer una auténtica rémora a la hora de hacer efectivas las medidas que prevé la Propuesta de Directiva...

3.3. EL BLOQUEO DE LOS VALORES.

El art. 7 de la Propuesta de Directiva se refiere al bloqueo de las acciones. Parte de la base de que dicho bloqueo disuade a los inversores de participar en la Junta general y, consiguientemente, de ejercitar el derecho al voto, ya que les impide vender sus acciones durante los días anteriores a la celebración de la Junta (esto es, mientras se mantiene el bloqueo). De ahí que el art. 7.1 disponga que el derecho a participar y votar en la Junta general no estarán sujetos a ninguna condición que exija al accionista bloquear las acciones correspondientes mediante el depósito de las mismas u otros medios en una entidad de crédito o de otro tipo antes de que se celebre la Junta general, incluso aunque el bloqueo no tenga ningún efecto sobre la posibilidad de negociar las acciones²⁷. En suma, la participación y votación en la Junta solamente se puede supeditar a la prueba que garantice la identificación del accionista, que a su vez deberá ser proporcionada a su finalidad.

El problema del bloqueo de las acciones no se plantea en nuestro derecho, pues éste -el bloqueo- tiene lugar con la expedición de certificados en tanto no hayan sido devueltos a la entidad correspondiente (arts. 12 LMV y 18 a 21 del RD 116/1992, de 14 de febrero, sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de operaciones bursátiles), pero no con la simple solicitud de una tarjeta de asistencia con la que poder asistir a la Junta general, tarjeta que -por lo demás- suele ser el medio más utilizado por las sociedades para legitimar la asistencia a la Junta²⁸. No obstante, incluso en los casos en los que –como en nuestro país- la expedición

²⁶ El Considerando 25 reza como sigue: «El acceso de los inversores a la información sobre emisores debe organizarse mejor a escala comunitaria, con el fin de promover activamente la integración de los mercados europeos de capitales. *Los inversores que no están situados en el Estado miembro de origen del emisor deben disfrutar de las mismas condiciones que los inversores situados en el Estado miembro de origen del emisor, cuando buscan acceso a dicha información.* Esto se podría conseguir si el Estado miembro de origen asegura el cumplimiento de normas mínimas de calidad para la difusión de información en toda la Comunidad de forma rápida, no discriminatoria y en función del tipo de información regulada en cuestión...» (la cursiva es mía).

²⁷ El art. 7 de la Directiva es más detallista, pues su núm. 1 especifica que los Estados miembros garantizarán que el derecho a participar en la Junta y ejercer el derecho de voto «no esté sujeto al requisito de que dichas acciones estén depositadas ante otra persona física o jurídica, o le sean transferidas o sean registradas a nombre de dicha persona, antes de la junta general», y que el derecho del accionista a vender sus acciones durante el período comprendido entre la fecha de registro y la de la junta general «no esté sujeto a restricciones distintas de las aplicables en cualquier otro momento».

²⁸ VARA DE PAZ, N., «La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta» (en imprenta, destinado a formar parte del mismo libro que recoja las ponencias y comunicaciones del IV Congreso Harvard-Complutense on Commercial Law y en el próximo número de CDC), epígrafe 5.4. El art. 104 LSA dispone en su número 1 que los estatutos podrán condicionar el derecho de asistencia a la Junta general a la legitimación anticipada del accionista, «pero en ningún caso podrán impedir el ejercicio de tal derecho a los titulares de acciones nominativas y de acciones representadas por medio de anotaciones en cuenta que las tengan inscritas en sus respectivos registros con cinco días de antelación a aquel en que haya de celebrarse la junta, ni a los tenedores de acciones al portador que, con la misma antelación, hayan efectuado el depósito de sus acciones o, en su caso, del certificado acreditativo de su depósito en una entidad autorizada, en la forma prevista por los estatutos...».

de una tarjeta de asistencia o de otro documento no produce el bloqueo, la medida prevista por la Propuesta de Directiva debe ser valorada positivamente, pues en muchos casos «los propios inversores desconocen la posibilidad de disponer de sus acciones durante el período de bloqueo»²⁹.

Ahora bien, como es necesario que, de una u otra forma, la sociedad se cerciore de la identificación del accionista, la Propuesta de Directiva se ocupa de esto último, estableciendo en el art. 7 una regla prácticamente idéntica a la que se contiene en el art. 104 de nuestra LSA, si bien con una diferencia: mientras el art. 104.1 LSA establece que, en todo caso, la sociedad no podrá impedir el ejercicio del derecho de asistencia a la junta a los titulares de acciones nominativas y a los titulares de acciones representadas mediante anotaciones en cuenta «que las tengan inscritas en sus respectivos registros con cinco días de antelación a aquel en que haya de celebrarse la junta», el número 3 del art. 7 de la Propuesta de Directiva, por la referencia que hace al número 2, lo que establece es que la sociedad no podrá exigir, en orden a ejercitar el derecho de asistencia a la Junta, que los socios acrediten su condición de tal en una fecha «anterior a 30 días naturales antes de la Junta general»³⁰, lo que concuerda con el plazo de 30 días con el que, como mínimo, la sociedad («el emisor», en palabras de la Propuesta de Directiva) deberá hacer pública la convocatoria de la Junta general (art. 5.1). La razón de ser de que la Propuesta establezca dicho plazo de 30 días, dejando libertad a los Estados miembros para una mayor concreción –dentro de dicho límite– radica en que en esta materia los ordenamientos establecen unas fechas muy dispares. En este punto, por tanto, la Propuesta de Directiva no obligaría a ninguna reforma de nuestro Derecho positivo y, aun a costa de reiterar lo que ya se ha señalado, durante dicho período las acciones no quedarían bloqueadas salvo que se hubieran emitido certificados de legitimación.

3.4. OTRAS MEDIDAS.

La Propuesta de Directiva contiene otras medidas tendentes a facilitar el voto transfronterizo. Así, la antelación con que debe anunciarse la convocatoria de la Junta (y su contenido), el derecho a incluir puntos en el orden del día, la participación en la Junta a través de medios electrónicos, el derecho a formular preguntas, el ejercicio del voto a distancia y mediante representante, la posibilidad de impartir instrucciones y la publicación del resultado de la votación.

Los arts. 5 y 6 de la Propuesta de Directiva se refieren a la convocatoria de la Junta y al derecho a incluir puntos en el orden del día (y a presentar proyectos de resolución).

En cuanto a lo primero, existe una diferencia notable respecto al régimen previsto en el art. 97 de nuestra LSA. Y es que, aunque el plazo con el que debe convocarse la Junta es coincidente en ambos casos (el art. 5.1 de la Propuesta lo fija en, al menos, treinta días naturales de antelación, y el art. 97.1 LSA en «por lo menos un mes antes»³¹),

²⁹ VEGA COPO, A. B., «El ejercicio de los derechos...» *cit.*, pág. 1086.

³⁰ El último párrafo del art. 7.3 indica en este sentido que cada Estado miembro comunicará a la Comisión la fecha así fijada, que se publicará en el DOUE.

La regulación que finalmente ha quedado plasmada en la Directiva es muy similar. De un lado, el art. 7.2 obliga a los Estados miembros a fijar la fecha anterior a la Junta (“fecha de registro”) en la que el accionista debe ser considerado como tal para poder asistir y votar en aquélla, a excepción de «las sociedades que puedan determinar el nombre y la dirección de sus accionistas a partir de un registro de accionistas actualizado el día de la junta». De otro, autoriza a los Estados miembros (art. 7.3) a fijar una fecha de registro para aquellas sociedades que hayan emitido acciones al portador y otra distinta para las que hayan emitido acciones nominativas, «siempre que se aplique una fecha de registro única a las sociedades que hayan emitido ambos tipos de acciones», sin que la fecha de registro pueda preceder en más de treinta días a la de la Junta general.

³¹ El art. 5.1 de la Propuesta exceptúa de su régimen a la Junta general destinada a aceptar o rechazar las medidas anti-opa que pueda adoptar la sociedad afectada, pues la propia Directiva de OPAS (Dir.

la diferencia se encuentra en el modo: mientras la convocatoria de la Junta, conforme al art. 97.1 LSA, se realizará mediante anuncio publicado en el BORM y en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia, el art. 5.1 de la Propuesta de Directiva señala que el emisor deberá «enviar» la «notificación» de la Junta no menos de treinta días naturales antes de su celebración. Y al respecto cabe señalar tres cosas. En primer lugar, que el cambio de la publicación en el BORM y en un diario de gran circulación en la provincia por la notificación resulta del todo punto coherente, pues no existe en la actualidad un diario de gran difusión a nivel comunitario. Además, y en segundo lugar, la palabra «notificación» parece que debe entenderse en sentido literal, esto es, como comunicación personalizada al accionista, lo cual resulta enormemente beneficioso para este último, pues es indudable que «cualquier medio de conocimiento que no sea la comunicación personalizada de la convocatoria, exige siempre el despliegue por parte del accionista de cierta diligencia [...] que en la práctica puede dificultar el conocimiento, con una antelación razonable, de que se va a celebrar una Junta»³². Y en tercer lugar, que, en coherencia con la definición de accionista que ofrece la propia Propuesta de Directiva, por accionista debe entenderse quien figure en el registro correspondiente, de manera que la sociedad emisora cumplirá notificando la celebración de la Junta al intermediario en cuestión³³, y será éste quien deba comunicarse con el accionista final, sin perjuicio de que este último pueda llegar a tener conocimiento de la Junta por medio de la página web de la sociedad³⁴.

También en relación con la convocatoria debe señalarse que el art. 5.2 es más detallista a la hora de establecer el contenido que debe figurar en aquélla que el art. 92.2 LSA: mientras este último solamente señala que el anuncio deberá expresar «la fecha de la reunión en primera convocatoria y todos los asuntos que han de tratarse», aquél dispone que debe figurar, además de la fecha y el orden del día, una descripción de los procedimientos que los accionistas deben cumplir para poder participar y emitir su voto en la Junta general, así como de los medios disponibles para emitir su voto, la indicación de dónde y cómo se puede obtener el texto completo de las resoluciones y documentos

2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo) permite reducir el plazo de convocatoria de dicha Junta precisamente para que no pierda su virtualidad, y de hecho el párrafo cuarto del art. 60 bis 1 LMV (precepto creado por la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores) establece que dicha Junta podrá convocarse con una antelación de quince días.

³² MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.^a T., «El impacto de las nuevas tecnologías de la comunicación sobre la convocatoria y la información ante la Junta general de las sociedades cotizadas», *RDBB*, núm. 104 (oct.-dic. 2006), pág. 47. En el mismo sentido, VEGA COPO, A. B., «El ejercicio de los derechos...» *cit.*, págs. 1083 y 1084, afirma que los métodos tradicionales de convocatoria de la Junta distan mucho de ser eficaces, y cree que en el futuro se irá abandonando la comunicación mediante anuncio a favor de una personal por Internet a cada socio.

³³ En el mismo sentido, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., «La propuesta de Directiva...» *cit.*, pág. 213; y VEGA COPO, A. B., «El ejercicio de los derechos...» *cit.*, pág. 1074.

³⁴ No obstante lo anterior, la Directiva ha alterado profundamente el texto de la Propuesta en este punto. La novedad más significativa es que ya no prevé la «notificación» como único medio de convocatoria de la Junta, sino que –conforme al art. 5.1- ésta podrá ser convocada por «cualquiera de los medios indicados en el apartado 2-», esto es, «de un modo que garantice un acceso rápido y no discriminatorio a la misma». Es más, el propio art. 5.2 da a entender que el medio normal de convocatoria será el anuncio publicado en un periódico de gran difusión, pues establece que «el Estado miembro exigirá a la sociedad que se sirva de medios de comunicación de los que quepa razonablemente esperar una difusión efectiva de la información al público en toda la Comunidad». No obstante lo anterior, debe también señalarse que la Directiva parte de la base de que la convocatoria debe ser efectiva, y por eso permite a los Estados miembros no aplicar lo que se acaba de señalar «a las sociedades que puedan determinar el nombre y la dirección de sus accionistas a partir de un registro de accionistas actualizado, siempre que dichas sociedades tengan la obligación de enviar la convocatoria a cada uno de los accionistas registrados».

Por otra parte, el plazo de antelación de la convocatoria se reduce notablemente, pues pasa a ser de «al menos 21 días», e incluso se prevé un plazo de 14 días para el caso de que se trate de Juntas extraordinarias y se ofrezca la posibilidad de votar por medios electrónicos «accesibles a todos los accionistas», plazos que además no se exigen para la segunda convocatoria (art. 5.1).

destinados a ser presentados a la Junta para su aprobación, y del sitio de Internet donde figurará la información que se detalla en el núm. 3. De ello se deduce que la Propuesta de Directiva refuerza la información a suministrar al accionista, y aunque –como se acaba de señalar- su contenido es más rico que el que enuncia nuestra LSA, también debe decirse que, en la práctica y por lo que se refiere a nuestro país, las sociedades cotizadas suelen publicar la mayor parte de estos datos, pues con posterioridad deben recogerlos en el Informe Anual de Gobierno Corporativo³⁵.

En cuanto al derecho a incluir puntos en el orden del día, el art. 6.2 de la Propuesta de Directiva presenta una diferencia notable respecto a lo que dispone el art. 97.3 LSA, pues aunque ambos preceptos reconocen legitimación para solicitar la ampliación del orden del día a los accionistas que representen, al menos, el 5 % del capital social, la Propuesta de Directiva lo reconoce asimismo a aquéllos que ostenten una participación en el capital de al menos 10 millones de euros, lo que puede tener gran importancia en el caso de las sociedades cotizadas³⁶. En cuanto al momento en que puede ejercitarse dicho derecho, el art. 6.3 de la Propuesta simplemente habla de que se realice «con suficiente antelación», lo que plantea el problema de si el enunciado del art. 97.3 LSA es acorde o no con dicho precepto, ya que solamente concede el plazo cinco días a partir de la publicación de la convocatoria³⁷.

El art. 8 de la Propuesta de Directiva se refiere a la participación en la Junta general por medios electrónicos. En tanto la utilización de estos medios puede facilitar el ejercicio del derecho de voto, el párrafo primero de dicho artículo señala que «los Estados miembros no prohibirán la participación de accionistas en junta general por medios electrónicos», añadiendo a continuación que quedan prohibidos los requisitos u obstáculos que puedan suponer una barrera a la participación de los accionistas en la Junta por dichos medios, salvo en la medida que sean necesarios para garantizar la identificación de

³⁵ El art. 116.4 LMV dispone que el Informe Anual de Gobierno Corporativo deberá referirse al «funcionamiento de la junta general, con información relativa al desarrollo de las reuniones que celebre». De manera detallada, el modelo de Informe Anual de Gobierno Corporativo se contiene en la Circular 1/2004, de 17 de marzo, de la CNMV, sobre el informe anual del gobierno corporativo de las sociedades anónimas cotizadas y otras entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales de valores, y otros instrumentos de información de las sociedades anónimas cotizadas. Esta Circular también desarrolla el enunciado –más genérico- del art. 117.2 LMV, precepto que obliga a las sociedades anónimas cotizadas a disponer de una página web para atender el ejercicio, por parte de los accionistas, del derecho de información y para difundir la información relevante.

Por su parte, el art. 5.3 de la Directiva amplía el contenido que prevé la Propuesta; en concreto, la convocatoria deberá mencionar el derecho de los accionistas a incluir puntos en el orden del día y a presentar propuestas de resolución, el derecho a formular preguntas y el procedimiento del voto mediante representación.

³⁶ Sin embargo, el art. 6 de la Directiva ha eliminado dicha posibilidad, de manera que solamente obliga a los Estados miembros a reconocer dicho derecho a los accionistas que sean titulares de un 5 % del capital social (o el límite inferior que establezcan).

El art. 6 de la Propuesta de Directiva se refiere al «derecho a añadir puntos en el orden del día» y al derecho «a presentar proyectos de resolución». Este último debe entenderse como derecho a presentar propuestas de acuerdos (SÁNCHEZ-CALERO, J., FERNÁNDEZ TORRES, I. y FUENTES NAHARRO, M., «La Junta general en las sociedades cotizadas (algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales», *RDBB*, núm. 104 [oct.-dic. 2006], pág. 183). Así lo corrobora el art. 6.1.b) de la Directiva, pues obliga a los Estados miembros a asegurarse de que los accionistas «tengan derecho a presentar proyectos de resolución sobre puntos ya incluidos o que deban incluirse en el orden del día de la junta general».

³⁷ El precepto añade que el ejercicio de este derecho deberá notificarse de forma fehaciente y recibirse en el domicilio social en el plazo mencionado. Sobre los problemas que plantea en la práctica el plazo tan corto que se concede, *vid.* RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «La Ley 19/2005, de 14 de noviembre. Convocatoria de la Junta General y ampliación del orden del día por la minoría», *RdS*, núm. 26 (2006), págs. 19 a 38.

los accionistas y la seguridad de la comunicación electrónica, y que sean proporcionados para garantizar la identificación³⁸.

Como se puede apreciar, en la dicción del precepto late la dificultad técnica que puede suponer poner en marcha dichos medios, así como el coste que puede implicar para las empresas. De ahí que el art. 8.1 no obligue a los Estados miembros a imponer a las sociedades utilizar estos medios, sino que se limite a indicar que no los prohibirán. De hecho, cabe añadir que, al menos en nuestro país, aunque muchas sociedades contemplan la posibilidad de ejercitar el derecho de voto por medios electrónicos, en la práctica este medio apenas ha sido utilizado debido a la exigencia y carestía de la firma electrónica avanzada³⁹. El art. 97.5 LSA permite en este sentido a los estatutos sociales prever la posibilidad de asistir a la junta por medios telemáticos que garanticen debidamente la identidad del sujeto y, si así sucede, deberán describirse en la convocatoria los plazos, formas y modos de ejercicio de los derechos de los accionistas.

En relación con el derecho de información, y además de lo que ya se ha visto *supra* acerca de la convocatoria y el contenido de la misma, el art. 9 de la Propuesta reconoce el derecho a hacer preguntas orales en la Junta general y por escrito o por medios electrónicos con anterioridad a la misma, con un doble límite: el buen orden de las Juntas y la protección de la confidencialidad e intereses empresariales del emisor. Asimismo, para evitar que la utilización abusiva de este derecho pueda bloquear la actividad del Consejo de administración, el propio art. 9.2 añade que «se considerará que se da una respuesta si la información pertinente está disponible en el sitio de Internet del emisor en forma de *respuestas a preguntas frecuentes*», de manera que el Presidente de la Junta podrá rechazar aquellas preguntas que ya hayan sido contestadas en la web⁴⁰. Y el art. 9.3 añade que las respuestas se pondrán a disposición de todos los accionistas en Internet. El derecho de información se reconoce, por tanto, en términos muy amplios, por lo que no debe extrañar que se concrete algo más en las legislaciones de los Estados miembros. En concreto, el art. 112 LSA es mucho más completo, pues –además de establecer los límites temporales en que puede ejercitarse el derecho con anterioridad a la Junta⁴¹–, se refiere al contenido del derecho de información: los accionistas podrán solicitar de los administradores las informaciones o aclaraciones que estimen pertinentes sobre los puntos incluidos en el orden del día, y tratándose de sociedades cotizadas dicha información se extenderá a toda la información accesible al público que la sociedad haya

³⁸ El art. 8 de la Directiva no modifica en sustancia lo dispuesto por el art. 8 de la Propuesta, si bien es más preciso y formula lo mismo en sentido positivo: «Los Estados miembros permitirán a las sociedades ofrecer a sus accionistas cualquier forma de participación en la junta general por medios electrónicos, en especial alguna o todas las formas de participación siguientes: a) la transmisión en tiempo real de la junta general; b) la comunicación bidireccional en tiempo real para que los accionistas puedan dirigirse a la junta general desde un lugar distante; c) un mecanismo para emitir votos bien antes, bien durante la junta general sin necesidad de nombrar a un representante...».

³⁹ VEGA COPO, A. B., «El ejercicio de los derechos...» *cit.*, págs. 1066 y 1072. No obstante, existe alguna excepción. Como indica MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.^a T., «El impacto de las nuevas tecnologías...» *cit.*, pág. 40, ante la imprecisión de la ley no faltan convocatorias de Juntas generales en las que se admiten, para solicitar información, votar y hacerse representar en la Junta, procedimientos tan diferentes como el correo electrónico, el fax, la llamada telefónica y el mensaje de texto, citando como ejemplo paradigmático la Junta general ordinaria de BANKINTER, S.A. del ejercicio 2006.

SÁNCHEZ-CALERO, J., FERNÁNDEZ TORRES, I. y FUENTES NAHARRO, M., «La Junta general...» *cit.*, págs. 205 y 206, señalan que algunas sociedades del IBEX-35 ya habían desarrollado en 2004 sistemas informáticos para permitir a sus accionistas ejercer el derecho de voto a distancia por medios electrónicos, aunque el uso de dichos dispositivos fue prácticamente marginal en ese período. Y aunque en 2005 el porcentaje del voto a distancia emitido en las sociedades fue muy superior al de 2004, no se detalla qué parte de dicho porcentaje corresponde al voto electrónico, lo que impide obtener conclusiones.

⁴⁰ VEGA COPO, A. B., «El ejercicio de los derechos...» *cit.*, pág. 1073, sugiere la posibilidad de limitar el turno de preguntas para evitar asimismo el ejercicio abusivo de este derecho.

Por otra parte, el art. 9 de la Directiva no contiene modificaciones sustanciales en este punto.

⁴¹ Hasta el séptimo día anterior al previsto para su celebración (art. 112.1).

facilitado a la CNMV desde la celebración de la última Junta. En cuanto a los límites de dicho derecho, el art. 112.4 LSA establece, a diferencia de la Propuesta de Directiva, que la denegación de información no procederá cuando la solicitud esté apoyada por accionistas que representen, al menos, la cuarta parte del capital social.

Como complemento al derecho de información, el art. 15 de la Propuesta de Directiva obliga a los emisores a publicar en su sitio Internet los resultados de las votaciones de la Junta, incluyendo el número de acciones respecto a las cuales haya tenido lugar la votación y los porcentajes de votos a favor y en contra de cada resolución, medida con la que se persigue que el accionista pueda conocer la influencia real de su voto (recuérdese que el art. 5.3 obliga a incluir en el sitio Internet en el que la sociedad publique la información sobre la convocatoria de la Junta el número total de acciones y de derechos de voto). La medida, del todo punto acertada, ya se contenía en nuestro Derecho por virtud de la Circular 1/2004 de la CNMV, que imponía dicha obligación a las sociedades cotizadas⁴².

Los arts. 10, 11 y 13 se ocupan de uno de los temas «clave» en cuanto al ejercicio del derecho de voto: el voto mediante representación⁴³. En este tema, como es lógico, la Propuesta de Directiva trata de facilitar el ejercicio del derecho de voto, motivo por el que contiene las siguientes medidas.

En primer lugar, reconoce con gran amplitud la facultad del accionista de designar representante, pues «no habrá restricciones sobre la persona que pueda tener una representación», si bien un accionista solamente puede designar a una persona para que actúe por él como representante (art. 10.1)⁴⁴. En caso de posible conflicto de intereses entre el representante y la sociedad⁴⁵, este mismo artículo permite a los Estados miembros restringir el derecho de aquéllos a ejercitar el derecho de voto a su discreción, de manera que será admisible la impartición de instrucciones para su ejercicio. Esta amplitud se encuentra en consonancia con lo que dispone el art. 106.1 LSA, a tenor del cual todo accionista con derecho de asistencia puede hacerse representar en la Junta general por medio de otra persona, aunque ésta no sea accionista. No obstante, se observa una diferencia entre ambos preceptos, pues mientras el último inciso del art. 106.1 LSA permite limitar estatutariamente la facultad de hacerse representar por medio de otra persona, la Propuesta de Directiva no señala nada. En consecuencia, si la Propuesta se transformara definitivamente en Directiva, no parece que, tratándose de sociedades cotizadas, se

⁴² Apartado E.8 del Anexo I de dicha Circular. Lo mismo recoge el art. 14 de la Directiva, si bien el núm. 2, en relación con el núm. 1, especifica más al disponer que la publicación en Internet incluirá el número de acciones respecto de las cuales se han emitido votos válidos, la proporción de capital social representado por dichos votos, el número total de votos válidos, el número de votos a favor y en contra de cada resolución y, cuando proceda, el número de abstenciones.

⁴³ No es necesario insistir en la importancia práctica del voto mediante representación, que en muchos casos supera al voto presencial. *Vid.* algunos datos en SÁNCHEZ-CALERO, J., FERNÁNDEZ TORRES, I. y FUENTES NAHARRO, M., «La Junta general...» *cit.*, págs. 197 a 199.

⁴⁴ La Propuesta de Directiva contiene una excepción a dicha regla en el art. 13.5, a tenor del cual cuando una persona o entidad en el curso de una actividad empresarial mantenga valores por cuenta de otra persona en una cuenta combinada, podrá emitir una representación a cada persona en cuyo nombre mantenga acciones en esa cuenta o a cualquier tercero designado por esa persona.

En cambio, el art. 10.2.II de la Directiva establece que «los Estados miembros podrán limitar el número de representantes que un accionista puede nombrar en relación con cualquier junta general», y en todo caso –añade–, si un accionista posee acciones de una sociedad en más de una cartera de valores, dicha limitación no impedirá que el accionista nombre a un representante aparte para las acciones incluidas en cada cartera de valores, en relación con cualquier junta general.

⁴⁵ Así, por tener una relación empresarial, familiar o de otro tipo con el emisor, tratarse de un accionista mayoritario del emisor o pertenecer a la dirección del emisor o de uno de sus accionistas mayoritarios. El art. 10.3 de la Directiva se refiere igualmente a ellos.

podría limitar el derecho de representación a la condición de que el representante fuera accionista de la sociedad⁴⁶.

En segundo lugar, la Propuesta de Directiva especifica que los representantes pueden tener la representación de más de un accionista (art. 10.2), y que disfrutarán de los mismos derechos a hablar y hacer preguntas en las Juntas (art. 10.3), de lo que se deriva que los representantes que actúen en nombre de varios accionistas podrán emitir votos diferentes para cualquier resolución si las instrucciones que han recibido de los diferentes accionistas a los que representan no son coincidentes⁴⁷.

En tercer lugar, la Propuesta intenta favorecer la designación de representante, en el entendimiento de que en muchas ocasiones es el único medio con el que cuenta el accionista para poder ejercitar el derecho de voto, y por ello intenta suprimir toda traba que pueda implicar un obstáculo a su nombramiento. De ahí que el art. 11.1 especifique que ni la designación de representante ni las instrucciones de voto que emita el accionista al representante están sujetos a forma alguna, salvo los que puedan ser estrictamente necesarios para la identificación de representante y accionista. Es más, los representantes pueden ser designados incluso por medios electrónicos sujetos a los requisitos que sean estrictamente necesarios para la autenticación del designador y la identificación del representante (art. 11.2). Por el contrario, obsérvese que el art. 106.2 LSA exige que la representación se confiera por escrito o por un medio de comunicación a distancia que garantice debidamente la identidad del sujeto que ejercita su derecho de voto. En cualquier caso, las diferencias son más teóricas que reales, pues aunque el texto de la Propuesta de Directiva parece dejar mayor flexibilidad a la hora de conferir la representación, lo cierto es que, dada la necesidad de identificar a ambas partes, en la práctica se antoja difícil pensar en un supuesto de designación de representante sin forma alguna⁴⁸.

Íntimamente relacionado con el derecho de representación se encuentra la llamada cesión legitimadora, figura de contornos imprecisos, al menos en nuestro Derecho, en

⁴⁶ También, GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., «La propuesta de Directiva...» *cit.*, pág. 214.

⁴⁷ GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., «La propuesta de Directiva...» *cit.*, pág. 215. Especifica que en dicho supuesto no se está ante un supuesto de voto divergente, puesto que el representante actúa en representación de otras personas.

En cualquier caso, la cuestión ya no se plantea, pues el art. 10.5 de la Directiva, tras señalar que un representante puede tener la representación de más de un accionista, añade que en este caso la legislación aplicable le permitirá emitir votos de signo distinto en función de cada accionista.

⁴⁸ El art. 11 de la Directiva contiene dos reglas que no coinciden totalmente con las de la Propuesta. De un lado, el núm. 1 obliga a los Estados a permitir que los accionistas nombren representantes por vía electrónica, e incluso a las sociedades que acepten por vía electrónica la notificación del nombramiento. Pero de otro lado el núm. 2 establece que los Estados miembros velarán por que el nombramiento de los representantes y la notificación del nombramiento a la sociedad sólo puedan efectuarse por escrito, lo que no parece del todo coherente con la dicción del núm. 1.

Por otra parte, el art. 13 de la Propuesta lleva por título «Votación siguiendo instrucciones», pero en realidad consagra el derecho de los intermediarios (de las personas o entidades que en el curso de su actividad empresarial mantienen valores por cuenta de otra persona) a mantener los valores en cuentas individuales o combinadas. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., «La propuesta de Directiva...» *cit.*, pág. 216, afirma en este sentido que el objetivo de este precepto es obligar a los Estados miembros a que permitan la tenencia de valores a través de «cuentas ómnibus» y asegurar que el titular de dicha cuenta puede votar en sentido divergente o conceder varios poderes de representación de las cuotas correspondientes. «En el caso de las cuentas globales, la Directiva prohíbe expresamente que la emisión de votos se condicione a un registro temporal en cuentas individuales, donde el intermediario segrega temporalmente a cada uno de sus clientes con respecto al registro central. Como en estos casos es imposible para el emisor conocer a los inversores finales, la Directiva les concede a los intermediarios la posibilidad de ejercer los derechos de voto correspondientes a las acciones de cada uno de aquellos bajo las instrucciones que hayan recibido [...]». La Directiva lo único que impone a los intermediarios es que hayan recibido instrucciones y un deber de mantener prueba de estas instrucciones», y para ello obliga a los Estados miembros a aceptar el voto divergente de los intermediarios cuando hayan recibido instrucciones distintas de sus clientes por las cuotas correspondientes a cada uno de ellos (art. 13.4).

tanto no goza de regulación legal. Ante ello, no faltan quienes entienden que, a diferencia de lo que ocurre en la delegación del voto, en el que el tercero actúa en nombre y por cuenta ajena (por cuenta del socio), en la cesión legitimadora el tercero actuaría en nombre y por cuenta propia, mientras que para otros el tercero actuaría en nombre propio pero por cuenta ajena, pero en cualquier caso, la opinión mayoritaria en nuestro país es la que señala su inadmisibilidad, argumentando –sintéticamente- que es incompatible con el principio de publicidad de las relaciones de representación que subyace al régimen jurídico previsto para la SA⁴⁹. Sea cuales sean los contornos de esta figura, la doctrina se ha planteado si los términos de la Propuesta de Directiva permiten deducir su admisibilidad. A favor de la misma un sector aduce que la Propuesta admite que un tercero (y, por tanto, un intermediario) actúe tanto en nombre y por cuenta propia como en nombre propio y por cuenta del accionista (cfr. arts. 2 y 13)⁵⁰, a lo que cabe añadir que, en tanto la cesión legitimadora «resulta de utilidad para supuestos como el del voto transfronterizo»⁵¹, el silencio de la Propuesta debe interpretarse favorable a su admisibilidad, máxime teniendo en cuenta que el objetivo de aquélla es facilitar en la medida de lo posible el ejercicio del voto transfronterizo. En contra cabe objetar que en la cesión legitimadora el cesionario únicamente ejercita el derecho de voto, de manera que el accionista seguirá siendo a los demás efectos el propietario de la acción, con sus restantes derechos políticos y económicos, y la Propuesta de Directiva, cuando define al accionista en el art. 2, parece que se está refiriendo más a esta posición global que al simple derecho de voto⁵². La cuestión, en suma, resulta del todo dudosa.

Resta por mencionar la regulación que el art. 12 de la Propuesta contiene respecto al ejercicio del derecho de voto a distancia. Como es obvio, la Propuesta, en tanto trata de facilitar el ejercicio del derecho de voto, reconoce el derecho de todo accionista tendrá de votar por correo, «siempre que cumpla los requisitos necesarios para garantizar la identificación de los accionistas y sea proporcionada a este objetivo» (núm. 1)⁵³. Además, añade que los Estados miembros prohibirán los requisitos y obstáculos que dificulten el ejercicio de los derechos de voto vinculados a las acciones por medios electrónicos, salvo en la medida que estos requisitos puedan ser necesarios para identificar a los accionistas y garantizar la seguridad de las comunicaciones (núm. 2).

CONCLUSIONES

Aunque al momento de redactar estas líneas, un año y medio después de que se difundiera al público la Propuesta de Directiva, ésta ha dejado de ser una simple Propuesta, la valoración final no puede ser muy optimista, por mucho que la iniciativa en sí merezca alabanza. Como se señaló al comienzo del trabajo, los múltiples y pesados intereses en conflicto han retardado la publicación de la Directiva y –aunque no es éste el lugar para valorar esta última, tal y como se señaló asimismo al comienzo-, dichos conflictos se han reflejado con nitidez en su redacción final. No podemos llevarnos al

⁴⁹ Por todos, RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Junta General y Derechos del Accionista (Recomendaciones 1, 3, 4, 5 y 6)», en AA. VV., *Comentarios a las Recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno*, Cizur Menor (Navarra), 2007, pág. 44, apoyándose en RONCERO.

⁵⁰ Así, VARA DE PAZ, N., «La legitimación para el ejercicio...» *cit.*, epígrafe 5.6.

⁵¹ RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Junta General...» *cit.*, pág. 44.

⁵² Conforme al art. 2.c), tiene la consideración de accionista «cualquier persona [...] que mantenga: i) acciones del emisor en su propio nombre y por cuenta propia; ii) acciones del emisor en su propio nombre, pero por cuenta de otra persona física o jurídica».

⁵³ SÁNCHEZ CALERO, F., «El declinar de la Junta...» *cit.*, págs. 23 y 24, señala que garantizar la identidad del sujeto que ejercita el voto a distancia en una sociedad cotizada de pocos socios «puede resultar relativamente fácil», dando a entender que cuando exista un número relativamente alto de socios las dificultades serán grandes. Para facilitar el ejercicio del voto a distancia, propone en este sentido estimar válida la emisión del voto cuando se realice mediante la firma por el accionista ante la entidad depositaria de la tarjeta de asistencia que emita la sociedad o esa entidad.

engaño afirmando sin más que la problemática del voto transfronterizo se reduce a la inexistencia de una Directiva que elimine o reduzca las dificultades existentes al respecto. ¿Quién piensa que por el hecho de que el accionista reciba una notificación de la convocatoria de la Junta general –notificación que, como se ha visto, deja de ser obligatoria en los términos de la Directiva- va a acudir y votar, o a designar representante? ¿No seguirá ocurriendo como hasta la fecha, esto es, que seguirá siendo el representante –en su caso- quién tome la iniciativa? El accionista de una sociedad cotizada es un accionista pasivo, es un “inversor”, como tantas veces se ha reiterado, y esa apatía difícilmente se transformará en diligencia e interés a la hora de ejercitar sus derechos políticos por el hecho de que se le notifique la celebración de la Junta, o por la existencia de un foro en Internet que le ponga en contacto con la sociedad (compárese, en este sentido, la diferencia entre los foros de cooperativistas existentes en las cooperativas de viviendas, donde –como es fácil imaginar- la motivación del socio difiere sustancialmente de la del inversor de una SA cotizada). Por otra parte, es evidente que Internet puede suponer un aldabonazo importante en cuanto al ejercicio del derecho de voto, pero a día de hoy –se ha señalado hasta la saciedad- la carestía de la firma electrónica avanzada no permite presagiar a corto plazo un cambio a mejor, y aunque se ha dejado constancia de que alguna sociedad no exige dicha firma electrónica avanzada, hasta la fecha constituye más bien una excepción. Tal vez si dicho caso fuera la regla general...

BIBLIOGRAFÍA

AA.VV. (GRUPO DE EXPERTOS EN CROSS-BORDER VOTING EN EUROPA), *Cross-Border Voting in Europe (Final report)*, 2002.

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, F. J., «La propuesta de Directiva sobre el ejercicio transfronterizo de los derechos de voto», *RdS*, núm. 26 (2006), págs. 203 a 217.

GUERRA MARTÍN, G., voz «OPA», en *Diccionario de Derecho de Sociedades*, dir. ALONSO LEDESMA, C., Madrid, 2006, págs. 833 a 843.

MARTÍNEZ MARTÍNEZ, M.^a T., «El impacto de las nuevas tecnologías de la comunicación sobre la convocatoria y la información ante la Junta general de las sociedades cotizadas», *RDBB*, núm. 104 (oct.-dic. 2006), págs. 37 a 53.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., «Representación de los accionistas como instrumento de poder corporativo», *RDBB*, núm. 104 (oct.-dic. 2006), págs. 55 a 82.

- «Junta General y Derechos del Accionista (Recomendaciones 1, 3, 4, 5 y 6)», en AA. VV., *Comentarios a las Recomendaciones del Código Unificado de Buen Gobierno*, Cizur Menor (Navarra), 2007, págs. 9 a 66.

- «La Ley 19/2005, de 14 de noviembre. Convocatoria de la Junta General y ampliación del orden del día por la minoría», *RdS*, núm. 26 (2006), págs. 19 a 38.

SÁNCHEZ CALERO, F., «El declinar de la Junta y el buen gobierno corporativo», *RDBB*, núm. 104 (oct.-dic. 2006), págs. 9 a 35.

SÁNCHEZ-CALERO, J., FERNÁNDEZ TORRES, I. Y FUENTES NAHARRO, M., «La Junta general en las sociedades cotizadas (algunas referencias empíricas sobre sus aspectos principales)», *RDBB*, núm. 104 (oct.-dic. 2006), págs. 171 a 222.

VARA DE PAZ, N., «La legitimación para el ejercicio de los derechos derivados de las acciones anotadas en cuenta» (en imprenta, destinado a formar parte del mismo libro que

recoja las ponencias y comunicaciones del IV Congreso Harvard-Complutense on Commercial Law y en el próximo número de *CDC*).

VEGA COPO, A. B., «El ejercicio de los derechos de los accionistas a la luz de la Propuesta de Directiva de 5 de enero de 2006. El accionista extranjero», *RDM*, núm. 261 (2006), págs. 1059 a 1086.

YANES YANES, P., «El voto transfronterizo. Problemas y orientaciones político-legislativas en la Unión Europea», en AA.VV., *Derecho de Sociedades Anónimas Cotizadas*, t. I, Madrid, 2005, págs. 463 a 501.